



Valtiovarainministeriö  
Rahoitusmarkkinaosasto  
Pääomamarkkinat-yksikön päällikkö, lainsäädäntöneuvos Janne Häyrynen

## ALOITE ARVOPAPERIMARKKINALAIN 11 LUVUN MUUTTAMISEKSI

### Aloite

Arvopaperimarkkinayhdistys ry (AMY) ehdottaa kunnioittavasti, että valtiovarainministeriö ryhtyisi lainsäädäntötoimiin arvopaperimarkkinalain (AML) 11 luvun muuttamiseksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävien julkisten ostotarjousten ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöihin liittyvän tarjousvelvollisuuden osalta.

AMY ehdottaa, että AML 11 luvun 27 § kumottaisiin ja luvun yleistä soveltamisalaa muutettaisiin siten, että luvun säännökset julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta soveltuisivat myös Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä tehtäviin vapaaehtoisin ja pakollisiin ostotarjouksiin.

### Aloitteen tausta

AMYn tehtävänä on edistää hyvää tapaa arvopaperimarkkinoilla sekä erityisesti markkinaosapuolten harjoittamaa itsesääntelyä. AMY toimii AML 11 luvun 28 §:ssä tarkoitettu itsesääntelyelimenä ja ylläpitää julkisia ostotarjouksia koskevaa suositusta, Ostotarjouskoodia. AMYn ostotarjouslautakunta antaa lausuntoja koskien mm. Ostotarjouskoodin soveltamista, hyvää arvopaperimarkkinatapaa tai osakeyhtiölain yleisten periaatteiden soveltamista julkisissa ostotarjouksissa. Lisäksi AMY ylläpitää pörssi-yhtiöille laadittua Hallinnointikoodia.

AMYn hallitus asetti maaliskuussa 2021 työryhmän, jonka tehtävänä on valmistella ehdotus päivitettyksi ostotarjouskoodiksi. Työryhmän toimeksiannon mukaan koodin uudistustyössä on määrä ottaa huomioon sen antamisen jälkeiset lainsäädännön muutokset sekä arvioida muita koodin muutostarpeita koodin soveltamiskäytännöstä saatujen kokemusten valossa. Koodin uudistustyössä on lisäksi määrä arvioida tarvetta kehittää itsesääntelyä keskenään kilpailevien yritysjärjestelyjen osalta sekä laajentaa ostotarjouskoodin soveltamisalaa First North Finlandilla tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Lisäksi työryhmän tulee arvioida keinoja edistää ostotarjouskoodin soveltamiskäytännön läpinäkyvyyttä sekä ostotarjouslautakunnan lausuntokäytännön muodostumista.

Lausuntopyyntö luonnoksista ostotarjouskoodin muuttamiseksi julkaistiin marraskuussa 2021. Luonnoksessa ehdotettiin, että ostotarjouskoodin suositukset soveltuisivat jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Lisäksi koodiin ehdotettiin uusia MTF-suosituksia, jotka koskivat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviä ostotarjouksia ja tarjousvelvollisuutta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. MTF-suositukset olisivat seuranneet sisällöltään AML 11 luvun keskeisiä säännöksiä ja ne olisivat perustuneet ns. aitoon itsesääntelyyn, sillä arvopaperimarkkinalain 11 luvun



säännösten mukainen lakiin perustuva noudata tai selitä -menettely soveltuu vain julkisiin ostotarjouksiin, joiden kohteena on pörssiyhtiö.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä ostotarjouksia koskevan itsesääntelyn laatiminen oli koettu tarpeelliseksi, kun Nasdaq Helsingin ylläpitämällä First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden lukumäärä on kasvanut merkittävästi ostotarjouksien antamisen jälkeen. Ehdotetuilla suosituksilla monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjen ostotarjousten tarjousprosessi ja sen läpinäkyvyys sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajien suoja pyrittiin saattamaan lähemmäksi pörssiyhtiöistä tehtäviä ostotarjouksia. Lisäksi suosituksissa ehdotettiin arvopaperimarkkinain tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten ulottamista itsesääntelyn kautta koskemaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä.

Lausuntoaika koodiluonnoksesta päättyi tammikuussa 2022. AMY sai koodiluonnoksesta yhteensä 12 lausuntoa. Lausunnot antoivat valvova viranomainen, oikeudellisia neuvonantajia, taloudellisia neuvonantajia, sijoittajia sekä hallituksen jäseniä edustavat yhteisöt, eräät oikeudelliset neuvonantajat sekä yksi First North Finland -liikkeeseenlaskija ja yhden pörssiyhtiön edustaja.

Valtaosa lausunnonantajista suhtautui myönteisesti AMYn ehdotukseen siitä, että säännellyllä markkinalla tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskevat menettelytapa- ja tiedonantovelvollisuussäännökset laajennettaisiin soveltumaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Sen sijaan itsesääntelyyn perustuvan tarjousvelvollisuuden osalta lausunnonantajien näkemykset jakoutuivat. Osa lausunnonantajista katsoi, että tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä olisi sinänsä omiaan parantamaan sijoittajansuojaa, mutta tarjousvelvollisuudesta tulisi säätää laissa. Moni lausunnonantaja katsoi, että itsesääntelyssä annettava suositus ei olisi riittävän tehokkaasti täytäntöön pantavissa ja sisältäisi siten riskin siitä, ettei suositusta noudatettaisi. Suosituksen noudattamiseen liittyvä oikeudellinen epävarmuus voisi myös vähentää sijoittajien kiinnostusta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä kohtaan. Kaksi lausunnonantajaa vastusti tarjousvelvollisuussääntelyn ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään ylipäänsä.

## Aloitteen perustelut

AMY pitää arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan ja siihen kohdistuvan luottamuksen kannalta tärkeänä, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely on riittävää ja ajantasaista. AMY katsoo, että ostotarjoussääntelyn tehokkuuden ja täytäntöön pantavuuden näkökulmasta lain tasoinen sääntely olisi itsesääntelyä selvästi tehokkaampaa varsinkin silloin, kun kyse on taloudellisesti merkittävistä velvoitteista, kuten tarjousvelvollisuudesta. Sääntelyn selkeyden ja johdonmukaisuuden näkökulmasta olisi perusteltua, että julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säädettäisiin laissa säänneltyä markkinaa vastaavassa laajuudessa.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskevat AML:n säännökset ovat olleet muuttumattomina vuodesta 2007 lukien, ja niitä on viimeksi tarkasteltu arvopaperimarkkinainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä vuonna 2012.<sup>1</sup> Tuolloin

<sup>1</sup> Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjä julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset annettiin alun perin ns. MiFID I -direktiivin kansallinen täytäntöönpanon yhteydessä (L 923/2007). Arvopaperimarkkinainsäädännön



15.7.2022

First North Finlandilla, joka on toistaiseksi ainoa suomalainen monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, oli kaupankäynnin kohteena vain kolmen yrityksen osakkeet<sup>2</sup>, kun tällä hetkellä First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä on jo yli 50. Ostotarjouskoodin uudistustyötä aloitettaessa First North Finlandilla ei ollut vielä tehty yhtään julkista ostotarjousta, mutta Ostotarjouskoodin valmistelun aikana ostotarjouksia on tehty jo kolme.

Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteena on edistää osaltaan sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan mm. luomalla järjestelmälliset menettelytavat ostotarjousten toteuttamiselle sekä turvaamalla sijoittajien tiedonsaanti ja tasapuolinen kohtelu. Tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten tavoitteena puolestaan on suojata osakkeenomistajia tilanteessa, jossa määräysvalta tai huomattava vaikutusvalta kohdeyhtiössä keskittyy tai siirtyy.

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on tarkoitettu säänneltyä markkinaa kevyemmin säännellyksi markkinapaikaksi. Arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeva EU-sääntely soveltuu monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoihin vain rajoitetusti. Kevyemmän sääntelyn tavoitteena on alentaa listautumiskynnystä säänneltyyn markkinaan verrattuna ja siten kannustaa myös pieniä ja keskiuuria yhtiöitä listautumaan. Ostotarjousdirektiivi, johon AML 11 luvun säännökset pääosin perustuvat, soveltuu vain säännellyllä markkinalla tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin.

Suurin osa AML:n julkisten ostotarjousten menettelytapoja ja tiedonantovelvollisuutta koskevasta sääntelystä kohdistuu ostotarjouksen tekijään. Kohdeyhtiötä koskevat säännökset soveltuvat kohdeyhtiöihin vain ostotarjoustilanteessa, eivätkä siten luo jatkuvaluonteista hallinnollista taakkaa kohdeyhtiöille. AMYn arvion mukaan sillä, että ostotarjousten menettelytapoja ja tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely muutettaisiin vastaamaan säännellyllä markkinalla tehtäviä ostotarjouksia, olisi hyvin vähäinen vaikutus listautumiskynnykseen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Muutokset olisivat omiaan yhtenäistämään käytäntöjä ja lisäämään ennakoitavuutta, kun sääntelyn tulkintaan olisi saatavissa johtoa suoraan myös säännellyllä markkinalla tehtävistä ostotarjouksista.

Lakiin perustuva tarjousvelvollisuus olisi itsesääntelyssä annettavaa suositusta tehokkaammin täytäntöönpantavissa, mikä olisi omiaan edistämään sääntelyn noudattamista ja ennakoitavuutta sekä sijoittajansuojaa. Koska tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä koskisi vain tilanteita, joissa määräysvalta tai huomattava vaikutusvalta kohdeyhtiössä syntyisi tai siirtyisi sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä<sup>3</sup>, vaikutukset listautumiskynnykseen jäisivät todennäköisesti rajallisiksi. AMYn selvitysten mukaan noin joka kolmannella First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 30 prosenttia ja noin joka kymmenennellä suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 50 prosenttia.<sup>4</sup>

---

kokonaisuudistuksen yhteydessä kumotun arvopaperimarkkinalain (495/1989) 3 a luvun 14 §:n säännös julkisista ostotarjouksista siirrettiin käytännössä sellaisenaan AML 11 luvun 27 §:ään.

<sup>2</sup> HE 32/2012 vp, s. 25.

<sup>3</sup> Lakiin tulisi myös sisällyttää siirtymäsäännös, jonka nojalla tarjousvelvollisuus ei koskisi tilanteita, joissa tarjousvelvollisuusraja olisi ylitetty ennen lain voimaantuloa.

<sup>4</sup> Luvuissa ei ole otettu huomioon mahdollista yksissä tuumin toimimista. Selvyyden vuoksi todettakoon, että yhtiöt, joissa suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 50 prosenttia sisältyvät myös yhtiöihin, joissa suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 30 prosenttia.



15.7.2022

Eräät First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt ovat sisällyttäneet yhtiöjärjestykseensä määräyksiä osakkeenomistajan liputus- ja tarjousvelvollisuudesta. Näiden yhtiöiden yhtiöjärjestysmääräysten sisällöt poikkeavat toisistaan. Yhtiöjärjestysmääräysten yleistyminen voisi olla ongelmallista siksi, että samalla markkinalla on kaupankäynnin kohteena yhtiöitä, joiden osakkeenomistajiin kohdistuvat velvoitteet vaihtelevat huomattavasti. Sijoittajan tosiasiallinen selonottovelvollisuus yhtiön osakkeenomistajaan kohdistuvien velvoitteiden sisällöstä on omiaan kasvattamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin liittyviä transaktiokustannuksia ja siten vähentämään markkinan houkuttelevuutta sijoituskohteena. Lisäksi yhtiöjärjestyksen noudattamisen valvonta on käytännössä liikkeeseenlaskijan hallituksen tehtävä, mikä kasvattaa liikkeeseenlaskijalle aiheutuva hallinnollista taakkaa. Laissa säädettävä tarjousvelvollisuus poistaisi käytännössä tarpeen määrätä yhtiöjärjestyksessä osakkeenomistajan lunastusvelvollisuudesta.

Julkisten ostotarjousten menettelytapavaatimusten ja tiedonantovelvollisuuksien selkeytyminen sekä tarjousvelvollisuuden ulottaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään edistäisi sijoittajansuojaa ja sijoittajien luottamusta monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, mikä olisi myös omiaan alentamaan monenkeskisen kaupankäynnin kohteena yhtiöiltä vaadittavaa riskipreemiota.

### Lisätietoja

Lisätietoja aloitteeseen liittyen antaa AMYn hallituksen sihteeri Ville Kajala.

Kunnioitavasti,

ARVOPAPERIMARKKINAYHDISTYS RY

Risto Murto  
hallituksen puheenjohtaja